



Private Debt: risikobereinigte Spreads überzeugen durchs Band

Nachdem wir in den letzten Lending Reports die Überrendite von privat platzierten Bonds im Vergleich zu öffentlich platzierten Bonds thematisierten, präsentieren wir in der aktuellen Ausgabe die beachtlichen risikobereinigten Spreads von Private Debt-Bonds. So fassen wir einige spannende Ergebnisse unserer Studie zu diesem hochaktuellen Thema zusammen und verdeutlichen, in welchen Industrien und Ländern die Spreads zur risikofreien Anlage im Vergleich zu öffentlich platzierten Bonds am grössten sind. Darüber hinaus beleuchten wir die Pricing-Relevanz des Hauptsitzes des Emittenten und zeigen dadurch auf, welche Bonds aufgrund ihres Domizils und der damit einhergehenden Rechtssicherheit für Investoren besonders attraktiv erscheinen.

 SCHWEIZER VERBAND
UNABHÄNGIGER
EFFEKTENHÄNDLER

*Remaco Direct Lending
Report – April 2017*

Fakten

- Private Placement-Bonds erzielen im Durchschnitt eine stabile Überrendite von 90 Basispunkten.
- Die Spread-Differenz beträgt risikobereinigt im Vergleich zu Public Bonds bei einem BBB-Bond 102 und bei einem BBB(-)-Bond 186 Basispunkte
- Die Analyse absoluter Spreads genügt nicht. Eine risikobereinigte Betrachtung ist notwendig. Dies bedingt einen Rating-Prozess, auch für Private Placement-Bonds.
- Spreads unterscheiden sich systematisch in Abhängigkeit des Emittentenlandes.
- Die Rechtssicherheit wird im Pricing berücksichtigt: abhängig vom Domizil des Emittenten werden die Spreads um bis zu 670 Basispunkte (Polen) erhöht.
- Laufzeiten von über 15 Jahren bringen keine Mehrrendite, weshalb kurz- und mittelfristige Private Placement-Bonds zu favorisieren sind.

Remaco bietet als FINMA-unterstellte Effekthändlerin qualifizierten Anlegern nach Kollektivanlagegesetz (KAG) spezifische Investments in Direct Lending-Anleihen an. Sie begleitet und unterstützt Direct Lending-Anleiheemissionen mit Volumina ab CHF 5.0 Mio. Akkreditierte qualifizierte Investoren, welche die Vor- und Nachteile von Privatplatzierungen kennen und deren spezifische Risiken einschätzen können, erhalten die Gelegenheit, in ausgewählte Anleihen zu investieren.

Die Transaktionsabwicklung findet im Schweizer Bankenclearing System via SIX statt. Jede Anleihe verfügt über eine eigene ISIN- und Schweizer Valoren-Nummer. Anleihen können somit über die bestehende Custodian Hausbank gezeichnet werden.

Informationen an Investoren erteilen:

Institutionelle Investoren (Banken, Versicherungen, Pensionskassen)

Pascal Böni, Tel. +41 61 319 51 51, pascal.boeni@remaco.com

Claudia Halasz, Tel. +41 61 319 51 51, claudia.halasz@remaco.com

Allgemeine Auskünfte

Pascal Rietmann, Tel. +41 61 319 51 51, pascal.rietmann@remaco.com

Martin Oberhausser, Tel. +41 61 319 51 51, martin.oberhausser@remaco.com

Das Kernteam Direct Lending der Remaco setzt sich aus nebenstehenden Experten zusammen. Fallweise und speziell für die Prüfung einzelner Investitionen werden interne Spezialisten für Rechts-, Steuer- oder Wirtschaftsprüfungsfragen beigezogen.

Die Mitglieder des Direct Lending-Teams:

Pascal Böni

MBA, M.B.L.-HSG, Präsident des Verwaltungsrates
Remaco Wealth Management AG & CEO Remaco Gruppe

Claudia Halasz

Lic. oec. HSG, Principal, Corporate Finance

Martin Oberhausser

Lic. rer. pol., Senior Relationship Manager

Pascal Rietmann

MSc Finance HHS, Consultant Corporate Finance Remaco Advisory Services AG

Martin Strobel

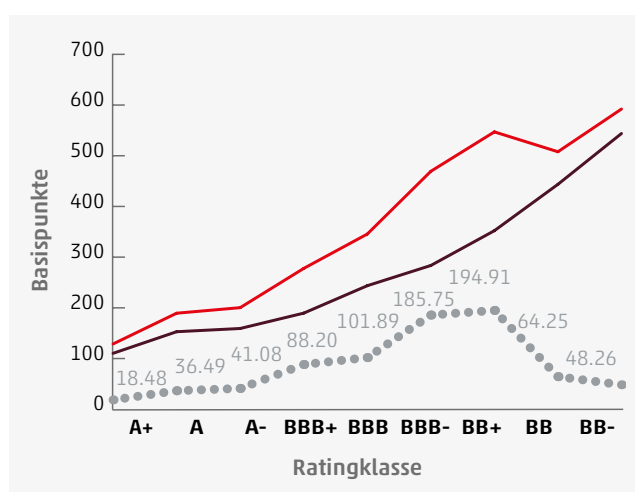
Dr. rer. pol., Mitglied des Advisory Boards Remaco Direct Lending

Investment Grade Private Placement-Bonds sowie BBB- und BB+-Emissionen sind besonders attraktiv

Gemäss unserer Studie können institutionelle Anleger im europäischen Raum im Durchschnitt mit einer robusten Mehrrendite von Private Placement-Bonds (PPB) im Vergleich zu Public Bonds (PUB) in Höhe von rund 90 Basispunkten über alle Ratingklassen rechnen. Abbildung 1 zeigt die absoluten Spread-Differenzen zwischen den zwei Wertschriftenkategorien.

Abbildung 1: Absolute Spreads von Private Placements (PPB) im Vergleich zu Public Placements (PUB)

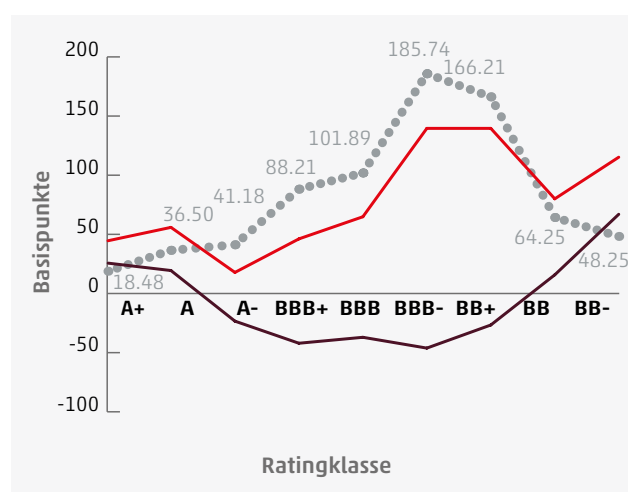
Quelle: S&P Capital IQ, Bloomberg, Remaco Research



- Spread PPB
- Spread PUB
- Δ Spread

Abbildung 2: Risikobereinigte Spreads von Private Placements (PPB) im Vergleich zu Public Placements (PUB)

Quelle: S&P Capital IQ, Bloomberg, Remaco Research



- Riskadj. Spread PPB
- Riskadj. Spread PUB
- Δ Riskadj. Spread

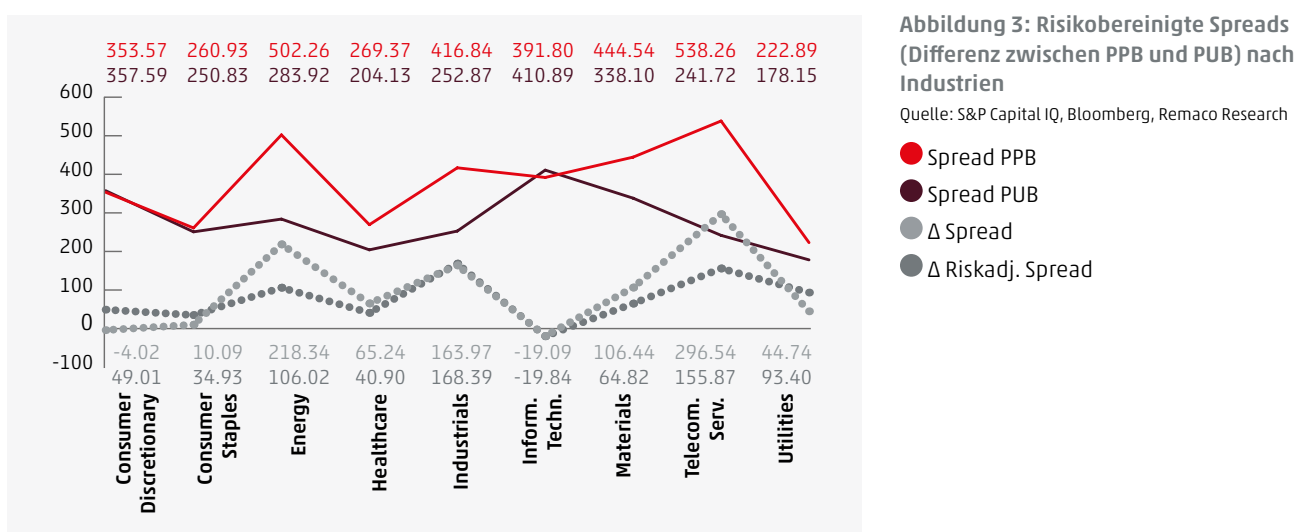
Abbildung 2 verdeutlicht, dass die Spread-Differenzen von Anleihen im Investment-Grade-Bereich und unmittelbar darunter besonders attraktiv sind. Und dies aus zweierlei Hinsicht: Erstens liefern Private Placement Bonds im Durchschnitt eine echte risikobereinigte Rendite für den Investor ab (rote Linie). Dies scheint bei öffentlich platzierten Bonds (dunkelrote Linie) nicht über alle Ratingklassen gegeben zu sein. So liegt die risikobereinigte Rendite zum Beispiel für PUB im BBB-Bereich bei negativen 37 Basispunkten, der Investor wird also hier für das Kreditrisiko nicht kompensiert. Der PPB liefert in der selben Ratingklasse einen risikobereinigten Spread von 65 Basispunkten, was zu einer Spread-Differenz zu öffentlichen Anleihen von beachtlichen 102 Basispunkten für BBB-Bonds führt. Knapp unter dem IG-Level liegt die Spread-Differenz bei 186 Basispunkten für BBB--Bonds und bei 166 Basispunkten für BB+-Bonds.

Methodik:

Remaco hat 4'763 Emissionen europäischer Unternehmen im Zeitraum von 1999 bis 2015 untersucht. Als Spread wird die Differenz zwischen dem Corporate Bond und der fristenkongruenten risikofreien Anlage (Bund und US Treasury) in Europa bezeichnet. Untersucht wurden Emissionen von Corporates (keine Finanzdienstleister). Alle Angaben beziehen sich auf die Emissionsbedingungen zum Emissionszeitpunkt bzw. unmittelbar davor. Risikobereinigte Renditen wurden mittels OLS Regression mit dem Spread als abhängige und dem Rating-Score von S&P Capital IQ als unabhängige Variable ermittelt. Als risikobereinigten Spread definieren wir die geschätzten Residualwerte der Regression mit einem Determinationskoeffizient (adj. R²) von 40.35% und ein t-Wert von 43.41 für die unabhängige Variable.

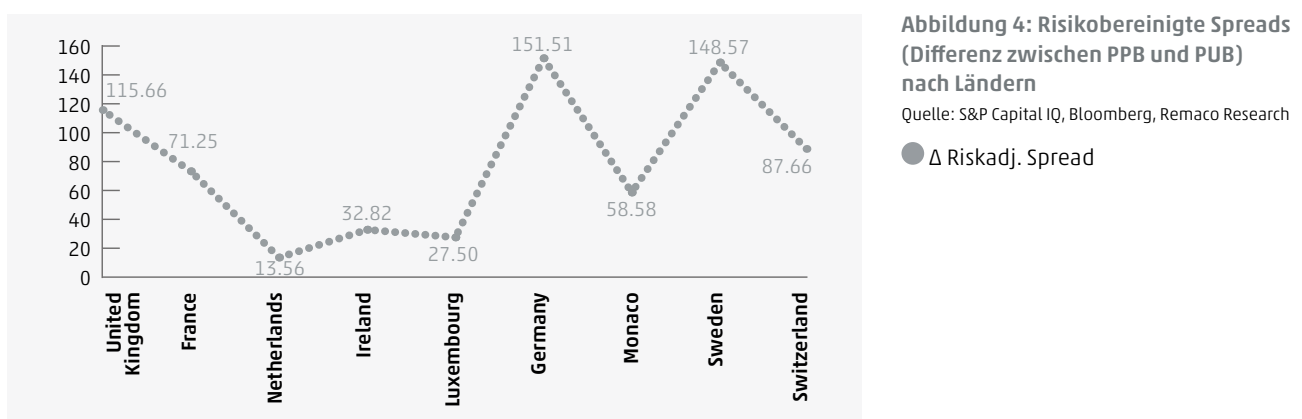
Industriespezifische Spread-Unterschiede: Ein zweiter Blick lohnt sich

Wie aus Abb. 3 ersichtlich, gilt es, zwischen absoluten Spread-Unterschieden zwischen PPB und PUB einerseits und risikobereinigten Spread-Unterschieden zu differenzieren. So erscheinen auf den ersten Blick Unternehmen der Energiebranche mit einem absoluten Spread zur risikofreien Anlage von über 500 (risikobereinigt 106) Basispunkten als ausserordentlich attraktiv. Risikobereinigt wären aber Investments im Industrie- und im Telekommunikations-Segment mit risikobereinigten Spreads von 168 bzw. 156 Basispunkten attraktiver. Eine industriespezifische und risikobereinigte Selektion von Private Debt-Anleihen kann sich also durchaus lohnen. So liessen sich zum Beispiel in den Utilities (Unternehmen der Versorgungsindustrie, insbesondere Elektrizitäts-, Gas- und Wasserversorgungsunternehmen etc.) eine höhere risikobereinigte Rendite erzielen (93 Basispunkte), als dies im Durchschnitt mit Anleihen der Konsumgüterindustrie (35 bzw. 49 Basispunkte) möglich war.



Domizil des Emittenten: Das Kreditrisiko ist auch länderspezifisch

Das Kreditrisiko hängt bei Private-Placement-Transaktionen stark mit der Rechtssicherheit der Investoren zusammen. Wie in Abbildung 4 verdeutlicht, sind die Spreads sowie die Überrendite deshalb auch länderspezifisch unterschiedlich. Gemessen am Domizil des Emittenten beträgt die Überrendite eines PPB zu einem PUB zum Beispiel 116 Basispunkte für UK. Im ebenfalls rechtssicheren Holland jedoch lediglich 14 Basispunkte.

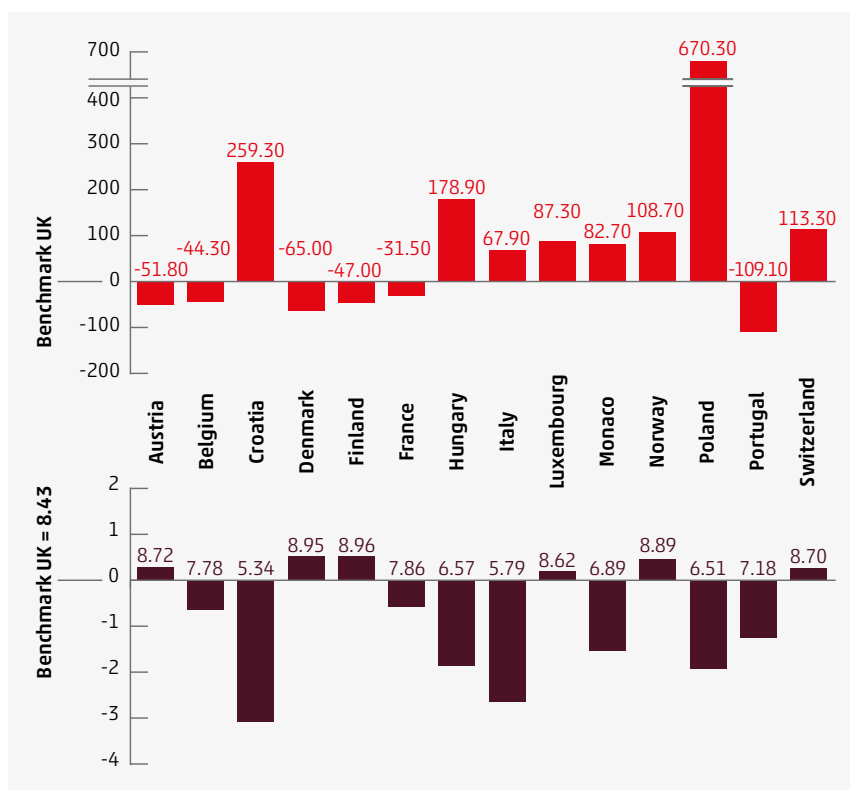


Auswirkungen des Emittentendomizils auf das Bond-Pricing

Das Kreditrisiko ist stark geprägt von Default- und effektiver Ausfallwahrscheinlichkeit. Deshalb ist es relevant, den Investorenschutz für den Fall eines Defaults, allenfalls durch tatsächliche Ausfälle begleitet, im Pricing zu berücksichtigen. Abbildung 5 gibt hierüber Auskunft. Die Abbildung vergleicht die Preiseffekte¹, die das Emittentendomizil auf den risikobereinigten Spread hat. Die Balken stellen die Abweichungen zum Benchmark UK, einem Land mit hoher Rechtssicherheit und gut reguliertem Kapitalmarkt, dar. In der unteren Grafik finden Sie den Rule of Law Score des entsprechenden Landes. Dieser Score wird regelmässig von der Weltbank als einer der wichtigen Governance-Indikatoren entwickelt und beschreibt u.a. die Rechtssicherheit eines Landes. Hohe Scores repräsentieren hohe Rechtssicherheit, tiefe Werte eine tiefe Rechtssicherheit.²

Abbildung 5: Emittentendomizil, Investorenschutz und Risikoprämien
Quelle: S&P Capital IQ, Bloomberg, Remaco Research

- Preiseffekt
- RoL-Score



Am Beispiel Österreich: ein Emittent aus diesem Land erhält risikobereinigt einen um rund 52 Basispunkte tieferen Spread als ein Emittent aus UK. Ein Emittent aus Kroatien hingegen zahlt im Vergleich zu einem UK-Emittent einen Aufschlag von rund 260 Basispunkten. Die Rechtssicherheit ist denn in Österreich mit einem Score von 8.7 (UK = 8.4) auch deutlich besser als jene in Kroatien (5.3). Besonders attraktiv für Investitionen erscheinen Bonds von Emittenten aus Ländern, in welchen die Rechtssicherheit hoch, trotzdem aber eine Überrendite im Vergleich zu UK erzielt werden kann. So z.B. bei Emittenten aus der Schweiz (113 Basispunkte höherer Spread bei einem Score von 8.7) oder Luxembour (87 Basispunkte höherer Spread bei einem Score von 8.6).

¹ Die Preiseffekte entsprechen dem Ergebnis einer OLS Regression mit länderspezifischen Dummy-Variablen zum Benchmark UK. Der Determinationskoeffizient (adj. R²) beträgt 47.33 %. Nur Länder, für welche der t-Wert statistische Signifikanz auf einem Level von 5 % anzeigt, sind gelistet.

² Für weiterführende Informationen empfehlen wir <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#doc>

Laufzeiten über 15 Jahre ohne Mehrrendite

Wie aus Tabelle 1 ersichtlich, ist der risikobereinigte Spread für kurzfristige Anlagen in Private Debt (1–7 Jahre) tiefer als für solche mit einer mittleren Laufzeit (7–15 Jahre). Er beträgt im Durchschnitt für die mittleren Laufzeiten 115 Basispunkte (vs. 59 Basispunkte für die Kurzläufer). Lange Laufzeiten (über 15 Jahre) werden nicht mit einer Überrendite abgegolten und können im Allgemeinen deshalb aus reiner Risikooptik nicht empfohlen werden.

	Spread PPB	Spread PUB	Δ Spread	Δ Riskadj. Spread
Short mat.	415.59	350.83	64.77	58.97
Medium mat.	390.31	232.32	157.98	114.72
Long mat.	198.805	127.62	71.19	110.67

Tabelle 1: Risikobereinigte Spreads (Differenz zwischen PPB und PUB) nach Laufzeiten

Quelle: S&P Capital IQ, Bloomberg, Remaco Research

- Spread PPB
- Spread PUB
- Δ Spread
- Δ Riskadj. Spread

Der vorliegende Bericht wurde von der Remaco Wealth Management AG erstellt. Er ist nicht zur Verteilung an oder Benutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Staatsbürger oder Einwohner eines Staats, Landes oder Territoriums sind, in dem die geltenden Gesetze und Bestimmungen dessen Verteilung, Veröffentlichung, Herausgabe oder Benutzung verbieten. Die Benutzer allein sind für die Prüfung verantwortlich, dass ihnen der Bezug der hierin enthaltenen Informationen gesetzlich gestattet ist. Dieses Material ist lediglich zu Informationszwecken bestimmt und darf nicht als ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder als ein Vertragsdokument aufgefasst werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben sind nicht dazu bestimmt, als Beratung zu Rechts-, Steuer- oder Buchhaltungsfragen zu dienen, und sie sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die in diesem Dokument enthaltenen Marktbewertungen, Bedingungen und Berechnungen sind lediglich Schätzungen und können ohne Ankündigung geändert werden. Die angegebenen Informationen werden als zuverlässig betrachtet, jedoch übernimmt die Remaco Wealth Management AG keine Garantie für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Die Remaco Wealth Management AG schliesst uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden –, die sich aus der Benutzung des vorliegenden Dokuments ergeben sollten.

In Private Debt investieren

Wie ausgeführt, können mit Private Debt-Investitionen deutliche Überrenditen erzielt werden. Während die Spreads zur risikofreien Anlage zum Teil fast 200 (194) Basispunkte erreichen (Abbildung 1), zeigt sich auch risikobereinig eine Überrendite von bis zu 185 Basispunkten im Vergleich zu öffentlichen Anleihen (Abbildung 2). Diese Überrendite muss nach Ländern und Industrien differenziert betrachtet werden, wobei eine differenzierte Betrachtung im Gesamtbild durchaus erstaunliche Erkenntnisse bringt:

RAROC (Risk adjusted return on capital) eröffnet dem professionellen Investor Renditechancen

Erstens führt eine risikobereinigte Sicht zur Erkenntnis, dass bei öffentlichen Anleihen teilweise ein zu tiefer risikobereinigter Spread vorhanden ist (Abbildung 2). Obschon die Spreads auch bei Privatplatzierungen schwanken, bieten sich hier durchs Band positive risikobereinigte Spreads.

Zweitens ergibt eine länderspezifische Betrachtung, dass die risikobereinigten Spread-Unterschiede auch auf die Rechtssicherheit im Land des Emittenten zurückzuführen sind. So ist das Pricing von Privatplatzierungen in signifikantem Ausmass auch vom Domizil des Emittenten beeinflusst. Interessant ist dabei, dass positive Spreads nicht nur in relativ unsicheren, sondern im Vergleich zur UK eben auch in sehr sicheren Ländern wie zum Beispiel der Schweiz erzielt werden können.

Drittens scheint bei der Analyse auch die Industriezugehörigkeit eines Emittenten sehr bedeutend. So ist der Verlauf der absoluten Spreads durchaus nicht parallel und eine risikobereinigte Betrachtung eröffnet den Investoren neue Renditepotentiale.

Remaco Research

Einen RAROC zu erzielen bedarf einer soliden und umfangreichen Datenbasis. Eine solche ist im Private Debt-Anlagesegment rar. Aus diesem Grund hat Remaco über 4'700 Bond-Emissionen im Zeitraum zwischen 1999 und 2015 untersucht und die entsprechenden Daten ermittelt. Unsere umfangreiche Datenbank gibt uns und unseren Kunden Auskunft über Emissionsbedingungen, Preise und Konditionen. Nur mit dieser Datenbasis ist es möglich, Überrenditen zu schätzen und professionelle Investment-Entscheidungen zu treffen. Aus diesem Grund ergänzen wir unsere Datenbank jährlich und teilen die gewonnenen Erkenntnisse mit unseren Kunden.

Remaco Private Debt

Private Debt-Account

Als FINMA-regulierte Effekthändlerin bieten wir qualifizierten Investoren die Möglichkeit, durch ein Konto bei Remaco direkt in das attraktive Anlagesegment Private Debt zu investieren. Dabei machen wir unseren Kunden sowohl unsere Private Debt-Daten als auch verschiedene im Markt vorhandene Anlagemöglichkeiten in diesem attraktiven Segment zugänglich.

Private Debt-Bonds

Remaco bietet qualifizierten Investoren Mid-Market-Transaktionen mit typischen Transaktionsvolumen von CHF 25–100 Mio. direkt an. Für Private Debt-Bonds wird ein Rating-Score erstellt. Als Zahlstelle wickeln wir die Bonds im Schweizer Bankensystem und nach den entsprechenden Gepflogenheiten ab.

Private Debt-Fund

Qualifizierten Investoren bieten wir auch die Gelegenheit, in unser kollektives Anlagegefäss mit einer starken Lending-Ausrichtung zu investieren. Weitere Auskünfte erteilt Ihnen gerne Herr Pascal Böni.

Die Gruppe, seit 1947

Aktive Betreuung in bedeutenden finanziellen Belangen

- Wir sind einer der führenden unabhängigen, partnergeführten Finanzdienstleister der Nordwestschweiz, tätig in Basel (Hauptsitz) und Zürich, gegründet 1947.
 - Wir begleiten Unternehmer und deren Familien und pflegen eine auf Dauer angelegte Kundenbeziehung.
 - Wir sind u. a. Mitglied von Nexia International mit Offices in über 100 Ländern. Mit Nexia International decken wir die internationalen Bedürfnisse unserer Kunden ab.
 - Aktive und umfassende Vermögensbewirtschaftung aus einer Hand bedeutet für uns, sowohl die liquiden Aktiven (bankable assets) als auch die illiquiden Aktiven (non-bankable-assets) zu verwalten sowie die Bewirtschaftung der Vermögen in ihren gegenseitigen Abhängigkeiten sicherzustellen.
- Sie finden bei uns eine breite Palette an Finanzexpertise. So agieren wir als Ihr Partner in verschiedenen finanziellen Aspekten:
 - vom klassischen Wealth Management bis zur Spezialanlage in eigener oder fremder Depotführung oder unter der Aufsicht der FINMA (Eidg. Finanzmarktaufsicht);
 - von der einfachen bis zur komplexen Buchhaltung und Steuerberatung bis zur professionellen Strukturierung und Umsetzung von komplexen Erbfolgeregelungen;
 - von der Unternehmensbewertung bis zu komplexen Finanzierungen, Investitionen, Devestitionen oder Unternehmenskäufen und -verkäufen;
 - Beratung und Platzierung von Private Debt-Transaktionen inkl. Monitoring sowie die Identifikation, Analyse und Monitoring von Private Debt-Funds

Beratungsleistungen unserer Gruppe beinhalten:

Advisory Services

- Steuerberatung
- Buchführungen
- Rechtsberatung
- Strukturen für Vermögensübertragung und -schutz
- Immobiliendienstleistungen
- Wirtschaftsprüfung

Corporate Finance

- Unternehmensverkauf, Nachfolgeplanungen & Nachfolgeregelungen
- Management-Buy-Ins (MBI) & Management-Buy-Outs (MBO), inkl. Finanzierung
- Unternehmenskauf (inkl. Eigner- und Wachstumsstrategie)
- Unternehmensfinanzierung (Debt, Mezzanine & Equity)
- Unternehmensbewertungen
- Due Diligence Management
- Überprüfung, Vorbereitung & Umsetzung der Unternehmensübertragung

Wealth Management

- Vermögensverwaltungsmandate
- Anlageberatungsmandate
- Investment-Controlling
- Dienstleistungen für Drittvermögensverwalter

Private Debt-Beratung und -Betreuung

- Private Debt-Advisory und -Consulting Services
- Private Debt-Account
- Private Debt-Bonds und- Funds

Was unsere Kunden schätzen:

- Unsere Kunden kennen die Komplexität der langfristigen Vermögensstrukturierung und schätzen es, von einem Ansprechpartner in den bedeutendsten Aspekten der aktiven Vermögensbewirtschaftung langfristig und umfassend betreut zu werden.
- Unsere Kunden erhalten die Beratung und Dienstleistung aus einem Hause, mit einem Ihnen vertrauten Team und dem entsprechenden Effizienz- und Diskretionsgewinn.
- Unsere Kunden zählen auf:
 - Unabhängige und neutrale Beratung ohne Interessenbindungen
 - Verständnis und Lösungen für komplexe unternehmerische Anliegen
 - Professionalität und Diskretion
 - Auf Dauer angelegte Kundenbeziehung

Remaco Advisory Services AG & Remaco Wealth Management AG
Hirzbodenweg 103 – 4020 Basel
Genferstrasse 21 – 8002 Zürich

Tel. +41 (0)61 319 51 51 – Fax +41 (0)61 319 52 52
www.remaco.com – www.remacodirect.com – info@remaco.com